同仁堂 (600085 CH, 买入, 目标价: RMB47.12)

买入 | 持有 | 卖出

目标价: RMB47.12	当前股价: RMB36.37
股价上行/下行空间	+30%
52 周最高/最低价 (RMB)	48.77/30.84
市值 (US$mn)	6,839
当前发行数量(百万股)	1,371
三个月平均日交易额 (US$mn)	41
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	
北京同仁堂(集团)	52
中国证券金融	3
香港中央结算	2

按 2025 年 4 月 24 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	47.12	57.60	-18%
2025E EPS (RMB)	1.35	1.81	-25%
2026E EPS (RMB)	1.71	2.05	-16%
2027E EPS (RMB)	2.09	N/A	N/A

股价表现

资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	20,329 (+8%)	22,250 (+11%)
EPS (RMB)	1.36 (-1%)	1.55 (+10%)

注：所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测；负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

医药工业和医药商业双轮驱动业绩稳健增长

- **2024 年医药工业核心产品增速加快；医药商业板块营收有望持续提升。**
- **我们预测公司 2024A-27E 年营收/归母净利润 CAGR 为 13.94%/22.36%。**
- **重申买入，下调 DCF（WACC：8.4%）目标价至 47.12 元。**

2024 年公司营收稳健增长，分红比例近九成：根据同仁堂 2024 年报告，公司全年营业收入 185.97 亿元（+4.12%），净利润 15.26 亿元（-8.54%）；扣非净利润为 14.82 亿元（-10.55%），经营活动产生的现金流量净额 7.61 亿元（-59.29%），公司实现基本每股收益 1.11 元/股（-8.55%），ROE 为 11.49（2023 年为 12.72）。根据公司 2024 年报告，公司分红总额 13.71 亿元，分红比例高达 89.86%。我们预计公司 25E-27E 年收入和净利润同比增长 17.83%/12.31%/11.77%，21.27%/26.64%/19.28%。

医药工业增速领跑，核心产品稳健发力：2024 年，医药工业板块实现营收 119.12 亿元，同比增长 7.52%；毛利率同比下降 3.22 个百分点至 43.75%。前五大产品（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、五子衍宗系列、六味地黄系列、金匮肾气系列）实现营收 56.07 亿元，同比增长 13.22%，占医药工业营收的 47.07%，带动医药工业增速超过了总营收增速。2024 年，心脑血管类营收同比增长 17.26%至 51.46 亿元，毛利率同比下降 8.31 个百分点至 49.31%；我们预计，24-27E 医药工业板块营收 CAGR 为 13.29%。

医药商业加速布局，医保药店占比超六成：2024 年，医药商业板块实现营收 112.30 亿元，同比增长 9.60%；毛利率同比下降 3.72 个百分点至 27.39%。截至 2024 年底，同仁堂商业共设立同仁堂药店 1251 家（年内净增 250 家）。零售药店中，有 720 家设立了中医医疗诊所，占比 57.55%；有 809 家取得“医疗保险定点零售药店”资格，占比 64.67%。鉴于公司品牌的影响力和医保药店的高覆盖率，我们预计 25E-27E 医药商业板块营收有望实现同比增长 11.33%/11.73%/11.71%。

重申买入，下调 DCF（WACC：7.3%）目标价至 47.12 元：我们的目标价对应 2025 年 P/E 为 35x，高于行业平均 24xPE 估值水平。我们认为公司作为非处方中成药龙头，理应获得估值溢价，加上其较高的分红比例，我们维持买入评级。

风险提示：1）政策不确定性；2）中成药原料价格波动风险；3）竞争日趋激烈。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	17,861	18,597	21,914	24,612	27,508
毛利润 (RMBmn)	8,447	8,176	9,587	10,968	12,452
归母净利润 (RMBmn)	1,669	1,526	1,851	2,344	2,870
每股收益 (RMB)	1.22	1.12	1.35	1.71	2.09
市盈率 (x)	43.2	36.8	26.9	21.3	17.4

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：万得，华兴证券预测

研究团队

赵冰，分析师

证书编号：S1680519040001

电话：+86 21 6015 6766

电邮地址：bingzhao@huaxingsec.com

财务分析

图表 1：同仁堂-2024 年财务数据摘要

（百万元）	2024	2023	同比%	2024E	实际 vs 我们预测
营收	18,597	17,861	4%	19,552	-5%
毛利	8,176	8,447	-3%	9,534	-14%
销售费用	3,595	3,437	5%	3,664	-2%
管理费用	1,477	1,523	-3%	1,569	-6%
研发费用	269	280	-4%	274	-2%
财务费用	-6.10	110.14	N.A.	50.00	-112%
归母净利润	1,526	1,669	-9%	2,109	-28%
扣非归母净利润	1,526	1,661	-8%	2,109	-28%
EPS（元）	1.11	1.22	-9%	1.54	-28%
毛利率	44.0%	47.3%	-3.3ppts	48.8%	-4.8ppts
销售费用率	19.3%	19.2%	0.1ppts	18.7%	0.6ppts
管理费用率	7.9%	8.5%	-0.6ppts	8.0%	-0.1ppts
研发费用率	1.4%	1.6%	-0.1ppts	1.4%	0.0ppts
财务费用率	0.0%	0.6%	-0.6ppts	0.3%	-0.3ppts
归母净利率	8.2%	9.3%	-1.1ppts	10.8%	-2.6ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

盈利预测调整

根据 2024 年同仁堂年度报告，公司年度营业收入 185.98 亿元，较去年增加 4.12%；归母净利润 15.26 亿元，同比下降 8.54%。公司营收主要来源于医药工业和医药商业两大板块，分别实现收入 119.12 亿元和 112.30 亿元，医药工业板块毛利率为 43.75%，医药商业板块毛利率为 27.39%。尽管净利润出现下滑，分红总额依然达到 13.71 亿元，分红比例高达 89.86%。根据 2024 年公司财报，我们将 2025/26 年营收调整了-0.34%/1.74%；将毛利预测调整了 10.15%/7.30%；归母净利润 EPS 都分别调整了-25.47%/16.48%。

我们新增 2027 年预测。

图表 2：同仁堂—25E-27E 年核心预测修正

RMB （百万元）	新			旧			变化%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	21,914	24,612	27,508	21,988	24,190	N.A.	-0.34%	1.74%	N.A.
毛利	9,587	10,968	12,452	10,670	11,832	N.A.	10.15%	-7.30%	N.A.
销售费用	4,127	4,512	4,906	4,011	4,413	N.A.	2.90%	2.26%	N.A.
管理费用	1,644	1,723	1,926	1,655	1,821	N.A.	-0.69%	-5.38%	N.A.
研发费用	263	246	275	264	242	N.A.	-0.34%	1.74%	N.A.
财务费用	50	50	50	50	50	N.A.	0.00%	0.00%	N.A.
净利润	2,776	3,516	4,194	3,843	4,343	N.A.	27.76%	19.05%	N.A.
归母净利润	1,851	2,344	2,870	2,483	2,807	N.A.	25.47%	16.48%	N.A.
扣非归母净利润	1,851	2,344	2,870	2,483	2,807	N.A.	25.47%	16.48%	N.A.
EPS（元）	1.35	1.71	2.09	1.81	2.05	N.A.	25.47%	16.48%	N.A.

毛利率	43.75%	44.56%	45.27%	48.53%	48.91%	N.A.	4.8ppts	4.3ppts	N.A.
销售费用率	18.83%	18.33%	17.83%	18.24%	18.24%	N.A.	0.6ppts	0.1ppts	N.A.
管理费用率	7.50%	7.00%	7.00%	7.53%	7.53%	N.A.	0.0ppts	0.5ppts	N.A.
研发费用率	1.20%	1.00%	1.00%	1.20%	1.00%	N.A.	0.0ppts	0.0ppts	N.A.
财务费用率	0.23%	0.20%	0.18%	0.23%	0.21%	N.A.	0.0ppts	0.0ppts	N.A.
净利率	8.45%	9.52%	10.16%	11.29%	11.60%	N.A.	2.8ppts	2.1ppts	N.A.

资料来源：华兴证券预测

图表 3：同仁堂—25E-27E 年分部营收预测更新

RMB（百万元）	新			旧			变化%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
医药工业	13,694	15,486	17,320	15,075	17,375	N.A.	-9.16%	10.87%	N.A.
医药商业	12,502	13,969	15,605	11,628	12,249	N.A.	7.52%	14.04%	N.A.
抵扣	-4,283	-4,843	-5,417	-4,714	-5,434	N.A.	-9.16%	10.87%	N.A.
总营收	21,914	24,612	27,508	21,988	24,190	N.A.	-0.34%	1.74%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

估值

维持“买入”评级，下调 DCF 目标价至 RMB47.12（之前为 RMB57.60）

我们采用两阶段 DCF 估值法，第一阶段为 2024 年至 2030 年，第二阶段永续增长期以 2031 年为永续增长年份。我们的永续增长率 2.5%预测保持不变，我们将 WACC 由前值的 7.3%上调至 8.4%。

WACC 计算的主要假设有：2.8%的无风险利率（保持不变），7.0%的股权风险溢价（保持不变），1.0 的贝塔系数（前值为 0.8），4.5%的债务成本（保持不变），25%的边际税率（保持不变），21%的债务/总资本比率（保持不变）。

我们将 DCF 目标价下调至 47.12 元。我们的最新目标价相对于 4 月 24 日的收盘价 36.37 元蕴含 30%的上行空间。我们的目标价对应 2025 年 P/E 为 35x，高于可比公司平均 P/E 的 24x。我们认为公司作为非处方中成药龙头，理应获得估值溢价。

图表 4：同仁堂—DCF 估值表

百万元，除每股数据外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	2,255	1,967	1,983	2,327	2,717	3,081	2,805	3,421	4,332	5,305	6,532
财务费用	-22	-30	-36	-30	5	110	-6	50	50	50	50
EBIT	**2,233**	**1,937**	**1,947**	**2,297**	**2,722**	**3,191**	**2,799**	**3,471**	**4,382**	**5,355**	**6,582**
EBIT*(1-t)	1,801	1,532	1,580	1,861	2,209	2,693	2,274	2,826	3,566	4,355	5,351
固定资产折旧	186	223	319	296	308	320	324	233	259	279	293
无形资产摊销	18	26	24	25	27	30	34	31	32	34	36
营运资本变动	341	320	-144	-1,344	-1,253	-1,081	-523	-504	-123	-31	-951
资本开支	-615	-464	-1,151	-471	-330	-325	-520	-709	-759	-543	-389
自由现金流	**1,731**	**1,637**	**628**	**367**	**962**	**1,638**	**1,590**	**1,877**	**2,975**	**4,094**	**4,340**
贴现因子							1	2	3	4	5
自由现金流现值							**1,466**	**1,596**	**2,333**	**2,961**	**2,895**

估值简介	2025年底
自由现金流现值（2024E-28E）	12,890
永续现金流现值	49,977
企业价值	**62,867**
（-）净负债	-9,864
（-）少数股东权益	8,100
股权价值	**64,630**
总股本（百万）	1,371
目标价（元）	**47.12**
最新收盘价（元）	36.37
上行/(下行)空间 %	30%
2025E EPS	**1.35**
目标价对应2025年 P/E	**35**

WACC计算	
无风险利率	2.8%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.00
权益成本	**9.8%**
债务成本	4.5%
边际税率	25.0%
税后债务成本	**3.3%**
债务/总资本比例	21.0%
WACC	**8.4%**
永续增长率	2.5%

目标价（元）敏感性分析对应永续增长率和WACC	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%
0.5%	42.98	40.01	37.41	35.13	33.11
1.5%	48.74	44.88	41.57	38.71	36.22
2.5%	56.85	51.54	47.13	43.41	40.23
3.5%	69.07	61.20	54.94	49.83	45.58
4.5%	89.61	76.49	66.71	59.14	53.11

注：2025 年 4 月 24 日收盘价。

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 5：同仁堂—可比公司估值分析

公司	代码		收盘价 2025/4/24	市值（百万元）	EPS（元） 2024A/E	2025E	2026E	P/E（倍） 2024A/E	2025E	2026E
华润三九*	000999	CH	43.85	56,316	2.68	2.92	3.22	16	15	14
片仔癀*	600436	CH	205.03	123,698	5.23	6.25	7.28	39	33	28
云南白药*	000538	CH	58.38	104,165	2.29	2.53	2.70	25	23	22
东阿阿胶*	000423	CH	63.10	40,635	1.23	1.52	1.80	51	42	35
白云山	600332	CH	26.09	42,417	1.74	1.94	2.13	15	13	12
以岭药业	002603	CH	13.29	22,204	0.60	0.73	0.87	22	18	15
平均值								**28**	**24**	**21**
同仁堂*	600085	CH	36.37	49,880	1.22	1.54	1.81	30	24	20

注：带*公司 EPS 为华兴证券预测，其他公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **政策不确定性：**带量采购及医保目录谈判纳入可能导致公司产品降价，但其影响取决于价格降幅和销量增幅。如果由于集采中选或纳入医保而导致价格降幅超出预期，且销量提升无法抵消降价影响，长期来看公司业绩将面临下滑压力。
- **中成药原料价格波动风险：**中成药原料的价格取决于天气、市场供求状况。如果原材料成本增加的幅度超过产品价格的增加，公司的盈利能力将受到挤压
- **竞争日趋激烈：**近年来，OTC 药品市场吸引国内外企业迅速进入该行业。随着更多竞争对手进入，OTC 中成药市场的企业很难建立自己的品牌竞争力，而且鉴于替代品规模的扩大，它们可能面临利润空间的挤压。此外，中成药配方颗粒市场的全面开放也将吸引更多企业入局，导致中成药原材料、人才资源和价格竞争日趋激烈，或将导致同仁堂营销成本增加。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入-医药工业	11,912	13,694	15,486	17,320
收入-医药商业	11,230	12,502	13,969	15,605
营业收入	**18,597**	**21,914**	**24,612**	**27,508**
营业成本	(10,421)	(12,327)	(13,644)	(15,056)
毛利润	**8,176**	**9,587**	**10,968**	**12,452**
管理及销售费用	(5,341)	(6,034)	(6,481)	(6,969)
其中：研发支出	(269)	(263)	(246)	(275)
其中：市场营销支出	(3,595)	(4,127)	(4,512)	(4,906)
其中：管理支出	(1,477)	(1,644)	(1,723)	(1,788)
息税前利润	**2,799**	**3,471**	**4,382**	**5,355**
息税折旧及摊销前利润	**3,209**	**3,875**	**4,824**	**5,829**
利息收入	151	100	100	100
利息支出	(134)	(50)	(50)	(50)
税前利润	**2,805**	**3,421**	**4,332**	**5,305**
所得税	(525)	(644)	(816)	(999)
净利润	**1,526**	**1,851**	**2,344**	**2,870**
基本每股收益 (RMB)	**1.12**	**1.35**	**1.71**	**2.09**
稀释每股调整收益 (RMB)	**1.12**	**1.35**	**1.71**	**2.09**

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**23,696**	**25,900**	**28,615**	**32,219**
货币资金	10,756	10,677	11,887	13,897
应收账款	1,321	1,534	1,600	1,650
存货	10,730	12,692	14,048	15,502
其他流动资产	888	997	1,080	1,170
非流动资产	**7,502**	**6,909**	**7,226**	**7,294**
固定资产	3,835	4,465	4,706	4,726
无形资产	755	455	461	464
商誉	47	47	47	47
其他	2,461	1,556	1,626	1,671
资产	**31,198**	**32,809**	**35,841**	**39,513**
流动负债	**7,598**	**7,323**	**8,305**	**9,395**
短期借款	188	365	365	365
预收账款	314	370	416	464
应付账款	3,774	4,684	5,457	6,323
长期借款	1,246	116	116	116
非流动负债	1,433	2,920	2,920	2,920
负债	**10,297**	**10,379**	**11,361**	**12,450**
股份	1,371	1,371	1,371	1,371
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,343	1,528	1,762	2,050
归属于母公司所有者权益	**20,901**	**22,430**	**24,480**	**27,063**
少数股东权益	7,705	8,100	8,732	9,616
负债及所有者权益	**31,198**	**32,809**	**35,841**	**39,513**

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	**1,526**	**1,851**	**2,344**	**2,870**
折旧摊销	410	405	442	474
利息（收入）/支出	(6)	50	50	50
其他非现金科目	58	0	0	0
其他	2,619	1,362	1,421	1,747
营运资本变动	(2,497)	(1,081)	(523)	(504)
经营活动产生的现金流量	**2,109**	**2,586**	**3,734**	**4,637**
资本支出	(520)	(709)	(759)	(543)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(513)	(709)	(759)	(543)
其他	(149)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	**(662)**	**(709)**	**(759)**	**(543)**
股利支出	1,892	717	925	1,172
债务筹集（偿还）	891	0	0	0
发行（回购）股份	50	0	0	0
其他	(659)	(3)	0	0
筹资活动产生的现金流量	**(1,610)**	**(1,300)**	**(1,516)**	**(1,773)**
现金及现金等价物净增加额	**(1,480)**	**141**	**1,210**	**2,009**
自由现金流	**1,590**	**1,877**	**2,975**	**4,094**

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
医药工业 毛利率 (%)	43.8	43.5	43.8	44.0
医药商业 毛利率 (%)	27.4	28.4	29.4	30.4
安宫牛黄丸出厂价（元/粒）	580	598	616	634
N/A	992	1,032	1,072	1,112
每家药房平均销售额（百万元）	8.79	9.23	9.69	10.18

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	4.1	17.8	12.3	11.8
毛利润	(3.2)	17.3	14.4	13.5
息税折旧及摊销前利润	(10.7)	20.8	24.5	20.8
净利润	(8.5)	21.3	26.6	22.5
稀释每股调整收益	(8.0)	20.2	26.6	22.5
调整后稀释每股调整收益	(8.0)	20.2	26.6	22.5
盈利率 (%)				
毛利率	44.0	43.7	44.6	45.3
息税折旧摊销前利润率	17.3	17.7	19.6	21.2
息税前利润率	15.1	15.8	17.8	19.5
净利率	8.2	8.4	9.5	10.4
净资产收益率	7.3	8.3	9.6	10.6
总资产收益率	4.9	5.6	6.5	7.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.1	3.5	3.4	3.4
速动比率	1.7	1.8	1.8	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	36.8	26.9	21.3	17.4
市净率	41.3	36.4	36.4	36.4
市销率	2.7	2.3	2.0	1.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。